

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 20051300892

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

我国流动性过剩及其  
股票市场价格效应研究

Study on Excess Liquidity in China  
and its Price Effects in Stock Market

谢 加 献

指导教师姓名: 郭 晔 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 03 月

论文答辩时间: 2008 年 05 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008年 03 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。  
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

## 摘要

随着我国长期的国际收支顺差以及国民经济的高速发展，特别是近年来伴随着人民币汇率升值等因素，我国出现了严重的流动性过剩问题。

另一方面，我国股票市场自 2005 年下半年以来走出了一轮历时虽不长，然涨幅较罕见的牛市行情。股票涨幅之大，涨速之快可以说是史无前例。

那么，如此大的涨幅是不是与我国的流动性泛滥有关呢？且表现如何？本文试图从实证的角度来探讨我国流动性过剩与股票市场价格的关系。

本文首先从流动性过剩的定义出发，考察我国流动性过剩的各种表现，得出我国存在着流动性过剩的结论，在此基础上探讨流动性过剩对股市价格的影响。在理论分析的基础上，选取 1995 年第一季度到 2007 年第四季度的货币供应量、流动性指标、利率指标、股票市场指标等季度数据进行了实证研究。最后分析了流动性过剩的成因，提出了缓解我国流动性过剩与资产价格泡沫的对策。

本文在理论研究 with 实证分析的基础上得出以下结论：

1、我国近年来存在着比较严重的流动性过剩，并对我国经济与股票市场价格产生了一定的影响。

2、流动性指标（Liquidity）在滞后三期对我国股票市场价格的影响显著，通过方差分解技术发现流动性指标（Liquidity）是我国股票市场价格波动最主要的解释变量。

3、得出我国股票市场是一个资金推动型市场的结论，这也解释了为什么我国股市的走势长期脱离于国民经济的发展，并且波动剧烈的困惑。

关键词：流动性过剩；股票市场；VAR

厦门大学博硕士论文摘要库

## **Abstract**

In recent years,with our long-term international trade surplus,the rapid development of national economy and the appreciation of RMB Exchange rate,excess liquidity has become one of the main macroeconomic problems in China today.

On the other hand, Chinese stock market has stepped in a magnificent bull market since June 2005,the rising speed of stock is unprecedented in history .

Is Chinese excess liquidity resulting in such a large increase?What's the relationship between them,then?This paper attempts to find out the relationship by empirical study.

In this paper,we start from the definition of excess liquidity to comprehensively describe the excess liquidity problem in China and conclude that there is excess liquidity in China.Then,we carry on the study on excess liquidity in China and its price effects in stock market. On the basis of theoretical analysis,we choose the quarterly data of variables,such as money supply,liquidity indicators,interest rate and stock market index,from the first quarter of 2005 to the fourth quarter of 2007,for empirical study. Finally,we analyze the cause of excess liquidity and give the countermeasures to excess liquidity and asset price bubbles in our country.

On the basis of theoretical research and empirical analysis,we draw the conclusions:

1. There is serious excess liquidity in recent years in China and have had an impact on our economy and stock price.
2. Liquidity lagging behind three periods affects the stock price significantly. Through variance decomposition technology we find liquidity is the most important variable to explain the fluctuation of our stock market.
3. Chinese stock market is a capital-driven market,which also explains why Chinese stock market trend volatile from the development of national economy for long-term.

**Key words:** Excess Liquidity;Stock Market;VAR.

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

<b>第 1 章 绪 论</b>	<b>1</b>
1.1 选题的背景与意义	1
1.2 研究内容与方法	1
1.3 创新之处	2
<b>第 2 章 文献综述</b>	<b>4</b>
2.1 流动性过剩相关文献综述	4
2.2 货币流动性影响股票市场价格的文献综述	6
<b>第 3 章 流动性过剩的度量和定义</b>	<b>10</b>
3.1 流动性的定义	10
3.2 流动性过剩的界定和衡量指标	10
<b>第 4 章 我国流动性过剩的表现与影响</b>	<b>13</b>
4.1 M2/GDP迅速增大	13
4.2 流动性指标（LIQUIDITY）持续为正	14
4.3 高企的超额准备金率	15
4.4 存差持续扩大	16
4.5 流动性过剩的潜在压力	17
4.6 流动性过剩对我国的影响	18
<b>第 5 章 货币流动性影响股票价格的理论与机制分析</b>	<b>22</b>
5.1 货币供应量影响股票价格的理论分析	22
5.2 传导机制	24
<b>第 6 章 流动性过剩与我国资本市场的实证研究</b>	<b>26</b>
6.1 货币供应量与股票市场的简单统计	26
6.2 VAR研究方法简介：	29
6.3 数据选取与ADF检验	33
6.4 VAR回归分析	39
6.5 GRANGER因果检验分析	44

6.6 脉冲响应分析 .....	45
6.7 方差分解 .....	46
6.8 协整检验 .....	48
6.9 实证研究结论与分析 .....	49
<b>第 7 章 我国流动性过剩的原因：内外部双重诱因 .....</b>	<b>52</b>
7.1 全球流动性过剩 .....	52
7.2 我国经济增长结构性失调 .....	53
7.3 国有银行改革、金融创新 .....	55
7.4 汇率形成机制僵化 .....	56
<b>第 8 章 基于实证研究的流动性过剩与资产泡沫化的对策 .....</b>	<b>58</b>
8.1 货币对策 .....	58
8.2 金融市场对策 .....	58
8.3 完善汇率形成机制 .....	59
8.4 平衡经济发展战略，解决经济结构失调问题 .....	60
<b>参考文献 .....</b>	<b>61</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>63</b>

## Content

<b>Chapter I Introduction.....</b>	<b>1</b>
Section I Background and significance.....	1
Section II Content and research methods.....	1
Section III Innovation .....	2
<b>Chapter II Literature review .....</b>	<b>4</b>
Section I A review of excess liquidity .....	4
Section II A review of price effects of liquidity in Stock Market .....	6
<b>Chapter III Definition of excess liquidity.....</b>	<b>10</b>
Section I Definition of liquidity .....	10
Section II Definition of excess liquidity .....	10
<b>Chapter IV Evidence and influence of excess liquidity in China .....</b>	<b>13</b>
Section I Growing M2/GDP.....	13
Section II Value of liquidity greater than zero .....	14
Section III High excess reserve rate .....	15
Section IV Deposit and lending margin has continued to widen.....	16
Section V Potential pressure of excess liquidity .....	17
Section VI Influence of excessive liquidity in China .....	18
<b>Chapter V Theory of price effects of liquidity in stock market.....</b>	<b>12</b>
Section I Theory of price effects of money supply in stock market .....	22
Section II Transmission mechanism .....	24
<b>Chapter VI Empirical study for price effects of excess liquidity in stock market .....</b>	<b>26</b>
Section I Statistics for money supply and stock market.....	26
Section II Theory of VAR .....	29
Section III Data selection and ADF test .....	33

SectionⅣ VAR regression analysis .....	38
SectionⅤ Granger causality test .....	43
SectionⅥ Impulse response analysis .....	44
SectionⅦ Variance decomposition .....	46
SectionⅧ Cointegration test .....	47
SectionⅨ Empirical research findings and analysis.....	48
<b>ChapterⅦ Internal and external cause of excess liquidity .....</b>	<b>51</b>
Section Ⅰ Global excess liquidity.....	51
Section Ⅱ Structural imbalance in economic growth.....	52
Section Ⅲ Reform of state-owned banks and financial innovation .....	54
SectionⅣ Rigid exchange rate formation mechanism.....	55
<b>ChapterⅧ Countermeasures to excess liquidity and asset bubbles.....</b>	<b>57</b>
Section Ⅰ Monetary policy .....	57
Section Ⅱ Financial markets countermeasures .....	57
Section Ⅲ Reform rigid exchange rate formation mechanism.....	58
SectionⅣ Balance economic development strategy and economic structure .....	59
<b>References.....</b>	<b>60</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>62</b>

## 第 1 章 绪 论

### 1.1 选题的背景与意义

流动性过剩是当前我国金融领域研究和讨论的热点。作为一个发展中国家，我国曾经饱受资金短缺和流动性不足的困扰，然而随着我国长期的国际收支顺差以及国民经济的高速发展，特别是近年来伴随着人民币汇率升值等的影响，不论是从我国银行系统的存贷比，还是从 M2/GDP、或者从 M2、GDP、CPI 三者的增速差额等指标来衡量均表明我国出现了严重的流动性过剩问题。

另一方面，我国资本市场自 2005 年下半年以来走出了一轮历时虽不长，然涨幅较罕见的牛市行情。以上证综合指数为例，从 2005 年 6 月 6 日的 998 点附近一路飙升，在 2007 年 10 月 16 日更创下 6124 点的最高点，在短短两年多的时间里股指翻了六倍，涨幅之大，涨速之快可以说是史无前例。

当然股改的成功、公司治理的改善和经营业绩的提升和我国国民经济持续保持快速增长等因素是推动近年来我国证券资产价格重估的重要因素。但是涨幅如此之大，涨速如此之快，在经济金融界引发了一波又一波关于流动性与股市价格关系的大讨论，如此大的涨幅是不是与我国的流动性泛滥有关，且表现如何？因此，研究我国股票市场，研究流动性对股票市场的影响就具有重要的理论与实际意义。本文首先从我国流动性过剩出发，阐述我国流动性过剩的现状，成因，并且从实证的角度来探讨我国流动性过剩对股票市场价格的影响，在理论分析与实证研究的基础上提出缓解我国流动性过剩与股票价格泡沫的对策。

### 1.2 研究内容与方法

#### 1.2.1 论文的逻辑结构

第 2 章先全面地梳理了有关流动性过剩，流动性影响股票市场价格的研究文献，为全文打下理论基础。

第 3 章着重理清流动性过剩的涵义，从流动性过剩的定义出发，提出界定流动性过剩的指标。

第 4 章考察我国的流动性状况，通过分析 M2/GDP、超额准备金率、流动性指

标 (Liquidity) 和存贷比等变量, 得出我国近年来存在流动性过剩的结论, 并简要分析了对我国经济运行特别是对股票市场的影响。

第 5 章分析了流动性影响股票市场价格的理论与机制, 为下一步的实证分析作好理论铺垫。

第 6 章开始选取我国 1995 年第一季度到 2007 年第四季度的货币供应量、利率、CPI 价格指数、流动性指标 (Liquidity) 分析各变量对我国上证指数的影响, 通过实证得出我国流动性指标 (Liquidity) 对上证指数波动有较强解释力的结论。

最后, 探讨我国流动性过剩的成因, 并在理论与实证分析的基础上提出应对我国流动性过剩与资产泡沫的对策。

### 1.2.2 研究方法

在研究方法的选取上, 本文借鉴货币经济学与金融经济学两个领域相关问题的理论阐述与主流定量研究方法, 解释变量之间的内在联系, 为论证提供科学上的支持。

在本文的理论与叙述部分主要采取文字描述、图表、数据分析等方法对我国流动性过剩的现状、表现与成因作了详细的阐述, 得出我国存在着流动性过剩的结论, 并提出对策。

在本文的第 6 章: 流动性过剩对股票市场价格影响的实证研究中, 我们采用了向量自回归 (VAR) 的研究方法, 并利用格兰杰 (Granger) 因果检验、脉冲响应 (impulse response) 以及方差分解技术 (Variance decomposition) 进行了结构分析。

## 1.3 创新之处

近年来, 有关货币供应量与资产价格的关系, 以及资产价格与国民经济的关系, 已经有了大量较为成熟的研究。但是由于流动性过剩仍属一个较新出现的经济现象, 所以对于这方面的研究还没有形成系统、深入的研究成果。本文的创新之处在于:

- 1、以流动性过剩作为研究的起点, 在影响股票价格指数的变量中引入了流动性指标 (Liquidity), 从而将流动性过剩与股票市场价格联系起来。

2、本文在选取影响股票市场价格的变量指标时均提供了理论依据。

3、区别于其他文献，货币供应量对股票价格指数解释力很小的结论，本文选取流动性指标 (Liquidity) 作为影响股票市场价格的货币流动性主要指标，经过实证分析得出该指标是解释我国股票市场价格波动的最主要因素并且通过协整检验得出该指标与我国股票市场价格存在着长期均衡关系的结论。

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第2章 文献综述

### 2.1 流动性过剩相关文献综述

目前关于流动性过剩的研究主要集中于讨论流动性过剩的表现、成因与如何治理上。

#### 2.1.1 流动性过剩的表现

对于探讨我国流动性过剩的表现，国内学者从不同的角度出发，但是主要是从宏观经济层面与商业银行体系微观层面两个角度出发。

从宏观经济角度出发主要考察广义货币供应量相对于经济的过快增长即从  $M2/GDP$  的比值高低、 $(M2\%-GDP\%-CPI\%)$  的差额出发作为探讨流动性是否过剩的表现。而从银行体系微观层面出发主要是从银行系统存贷差、存贷比、超额准备金率、货币市场利率的高低来衡量流动性是否过剩。

我国学者对我国流动性过剩的表现的论述基本上结合了宏观与微观两个角度做了具体分析。朱庆(2006)<sup>[1]</sup>认为我国当前的流动性过剩问题主要表现在以下四个方面：货币的超额供给，银行系统存贷差持续扩大，超额准备金率的居高不下和货币市场利率的持续走低。吕爽(2006)<sup>[2]</sup>则认为我国的流动性过剩主要表现为货币供应量  $M1$  与  $M2$  呈“喇叭口”的扩大现象以及银行金融系统的存贷差不断扩大。邹新(2006)<sup>[3]</sup>认为当前我国的流动性过剩主要表现在两个方面：一是货币供应量的持续快速增长；二是金融体系的资金过剩。国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松<sup>[4]</sup>认为，流动性过剩主要的表现形式是贷款、直接融资和民间融资的发展和资产价格的快速上升。魏坤玲，马伟娜(2006)<sup>[5]</sup>从商业银行体系微观层面考察指出流动性过剩的重要表现是我国金融机构巨大的存贷差以及持续上涨的超额准备金率。

可以看出不同的学者对流动性过剩的表现持有不同的侧重点，本文为了全面考察我国的流动性过剩问题。选取  $M2/GDP$ 、 $(M2\%-GDP\%-CPI\%)$  的差额（命名为 Liquidity）、资产价格、存贷比、超额准备金率，另外根据自己的理解选取了实际利率变量作为探讨衡量流动性是否过剩的表现。我认为选取实际利率（等于名



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库